

资本市场开放对企业透明度的影响

李静 董秀良¹

(吉林大学 管理学院, 吉林 长春 130022)

【摘要】: 基于企业透明度视角, 以 2012—2015 年 A 股上市公司为样本, 借助“沪港通”开放准自然实验平台, 运用双重差分模型考察了资本市场开放对企业透明度的影响。研究发现, 更大的股票日均交易量、更少的零回报天数以及分析师跟踪人数的减少与资本市场开放有关, 资本市场开放会提高上市公司透明度。进一步分析表明, 资本市场开放提高上市公司透明度的潜在途径受到了外部司法效率水平和优化公司内部治理的影响。

【关键词】: 资本市场开放 沪港通 企业透明度 信息质量

【中图分类号】: F830.91 **【文献标识码】:** A **【文章编号】:** 1003-8477 (2021) 01-0087-11

一、引言

提高上市公司信息透明度是我国证券监管和保障中小股东权益的基本要求, 也是维护资本市场有效运转的前提。信息透明度的提高不仅可以增加投资者监控经理的能力, 防止管理层自我交易和过度投资 (Stulz 2009),^{[1] (p349-390)} 也可以减少信息不对称, 提高股票流动性, 降低投资者购买公司股票溢价, 降低资本成本, 进而增加公司价值 (Leuz and Verrecchia 2000;^{[2] (p91-124)} Lang 等 2012^{[3] (p729-774)})。

我国上市公司信息透明度低是一个老问题了。中国股市是典型的转型经济中的市场, 政府赶超式模式决定了其市场定位、制度基础以及运行效率上与成熟市场经济中的资本市场有着显著不同, 存在信息租金与信息成本差异 (曹凤岐 2003)。^[4] 中国证监会虽然采用了欧美标准的强制性信息披露法规, 但上市公司披露的信息可信度仍受到怀疑。有大量文献表明中国上市公司进行关联交易、应计和真实盈余管理的现象非常普遍, 财务舞弊层出不穷, 大股东和管理层利用制度空白和信息优势挖隧道向自己进行利益输送, 损害中小股东利益。

已有文献表明, 资本市场开放通过外国投资者和外国股票分析师加强对管理层的监控, 给所有公司的信息披露程度带来了压力, 增加了信息透明度 Stulz (1999)。^{[5] (p30-38)} 资本市场开放程度的提高会促使企业更少的盈余操纵、更多的分析师跟踪、更准确的分析师盈利预测以及更高的企业特有回报率, 增加当地企业的信息透明度 (Bae 等 2006)。^{[6] (p1-428)} 目前, 我国资本市场正在加紧双向开放的步伐。资本市场开放可以使相对封闭的资本市场与国际成熟资本市场接轨, 吸取经济发达国家资本市场经验与教训, 在外部的冲击下逐渐完善本国规则体系, 增加资本市场的公开透明。那么, 我国的资本市场开放对企业信息透明度到底带来何种影响? 现有研究少有涉及, 也是本文关注的重点。

从企业透明度的视角研究资本市场开放对信息质量的影响, 一方面是国内鲜有学者从这个角度研究, 另一方面是现有文献衡量信息透明度的指标比较单一。本文企业透明度是集交易量、零回报天数比例、分析师跟踪与分析师预测误差的综合指标。交易量和买卖价差是公认的最直接反映信息不对称的指标, 用零回报天数比例替代买卖价差更适合我国证券市场交易机制, 分

作者简介: 李静 (1977-), 女, 吉林大学管理学院博士研究生
董秀良 (1966-), 男, 吉林大学南岭校区管理学院教授, 博士生导师。

析师跟踪和预测误差也是现有大量文献用来作为公司信息可用性的代理指标。Lang and Maffett (2010)^{[7] (p175-241)} 认为企业的信息质量是一个多方面的特征，彼此之间不是相互独立的，只从单个透明度指标得出因果推断是危险的，把它们化为一个整体作为评价公司信息透明度的指标是最好的。

无论是设立 B 股还是合格境内外投资者制度，资本市场的开放均是单向的。2014 年 11 月“沪港通”正式启动，允许内地和香港投资者可以买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，第一次实现了中国资本市场的双向开放，随后深港通和沪伦通的双向开放也相继开通。沪港通的开通为随后的深港通和沪伦通积累了丰富的经验，拉开了我国资本市场高水平对外开放的步伐。因此借助沪港通这个准自然实验平台，就资本市场开放对企业信息透明度的影响进行实证研究，同时也为更加全面地评价我国沪港通机制提供新的经验证据。沪港通的实施使外国机构投资者购买的标的股票与非标的股票构成了天然的实验组与控制组，为研究提供了“准自然实验”条件，有效地克服了以往研究所面临的内生性问题。采用双重差分模型 (difference-in-differences, DID) 检验资本市场开放对我国上市公司透明度的影响。研究发现，从总体上看，资本市场开放有助于提高上市公司透明度，改善我国资本市场信息质量。进一步分析显示，一方面，实施沪港通的公司为了吸引和留住更多的外国投资者投资，会促使公司向更完善的公司治理方向改进，提高了资本市场开放的企业透明度效应。另一方面资本市场开放会促进对在法律环境完善和司法效率水平高的地区上市公司的信息需求，表现为法律环境完善和司法效率水平高的地区的上市公司信息透明度会更高。在稳健性检验中使用 Lang 等 (2012) 中使用的不透明度指标之一的“盈余平滑度”来度量企业透明度，所得到的回归结果与主要分析结果一致。同时，为了防止样本选择性带来的偏差，使用倾向得分匹配法 (PSM) 为标的公司选择特征相似的样本作为新的对照组进行检验，所得的结论与主要分析的结论一致。

本文贡献主要体现在：首先，基于企业透明度的视角考察资本市场开放对企业信息质量的影响，目前国内学者鲜有研究。其次，国内之前对信息质量代理的衡量都是一个一个单一指标分析，然而把相关代理变量转化为企业透明度一个综合指标能从直观上更好地把握一个企业的总体信息质量。最后，文中使用的涵盖多个衡量标准的综合透明指数代理，相对来说比使用单一的代理变量更加稳健。

其余部分的结构安排如下：第二部分是文献回顾；第三部分是研究设计；第四部分是实证结果分析；第五部分是稳健性检验；最后是结论及政策启示。

二、文献回顾

近年来，越来越多的国家向外国投资者开放市场，关于资本市场对外开放经济后果的实证文献也快速增长。学者们由于采用不同的视角、抽样期间、应用方法和估计技术，因此产生了不同的研究结果。一部分学者研究认为资本市场对外开放在促进经济增长和提高市场效率方面有着重要作用。Bekaert, Harvey and Lundblad (2001)^{[8] (p465-504)} 以 1980 年至 1997 年间 95 个国家为样本，发现股市自由化导致 5 年期间人均 GDP 增长提高了约 1 个百分点，认为股市自由化对经济增长具有积极影响。Li (2003)^[9] 使用更长时间的样本和不同的方法发现，这种自由化会导致 GDP 增长 0.6 个百分点。Hammel (2006)^[10] 表明在股票市场自由化之后，在股票市场资本化率相对较高的国家，更加依赖外部融资的行业增长更快，同时还考察了国内金融改革和资本账户自由化在内的其他改革对其主要研究的影响，结果是稳健的。Gupta 和 Yuan (2007)^{[11] (p4715-4752)} 利用 1981-1998 年间 31 个新兴市场经济体制造业行业层面面板数据发现，在这种自由化之后，技术上更依赖外部融资的行业经历了更高的增长。他们还发现，自由化对面临更好增长机会的行业的增长影响更大。但当自由化决定被认为是内生的时，只有前一个发现成立，这表明各国可能会将自由化决定的时间安排在某些产业的高增长时期。在市场效率方面，Stulz (1999) 和 Bekaert 等 (2000)^{[12] (p665-613)} 认为股票市场自由化能够显著降低资本成本。Henry (2000)^{[13] (p301-334)} 认为股票市场自由化能够降低资本成本，进而重估股权价格总指数和增加私人投资。Bae 等 (2006) 发现股票市场自由化能够增加分析师跟踪和减少盈余管理，改善公司信息环境。Ben and Boughrara (2013)^{[14] (p186-208)} 认为股票市场自由化能够提高股市信息效率等。国内的文献包括郭阳生等 (2018)^{[15] (p35-43, p50)} 从分析师跟踪和分析师预测视角认为资本市场开放能够改善企业信息环境。钟覃林等 (2018)^{[16] (p169-179)} 从股价信息含量的角度研究了资本市场开放能够改善企业信息质量。但是，也有学者对资本市场对外开放的益处提出了质疑。一些学者认为资本自由流动严重阻碍

了全球金融稳定 (Rodrik, 1998)^[17]。Stiglitz (2000)^[18]认为资本市场开放使各国面临的变化与境外经济环境变化相关, 资本流动的顺周期性会加剧经济波动。同时, 贷款人的风险认识变化可能导致巨额资本外流, 损害整个金融系统的生存能力。Maghyereh and Omet (2002)^{[19] (p24-35)}认为金融自由化对股票市场效率没有影响。

通过以上文献梳理发现, 更多的国内外学者们从不同角度支持了资本市场开放的积极作用, 但是国内从企业透明度的视角少有探讨。本文正是从这个视角研究资本市场开放对我国信息质量的影响。

三、研究设计

(一) 样本选取。

沪港通下的股票交易于 2014 年 11 月 17 日开始, 深港通下的股票交易于 2016 年 12 月 5 日开始。为了防止两个相似的事件彼此产生影响, 本文选取 2012—2015 年作为沪港通样本期间。在样本筛选过程中本文作了以下选择: (1) 选取 2014 年和 2015 年都列入沪港通名单的公司; (2) 剔除金融类上市公司; (3) 剔除 ST 公司及财务数据缺失公司。财务数据主要来自万得数据库 (Wind) 和国泰安数据库 (CSMAR)。

(二) 企业透明度的度量。

采用 Anderson 等 (2009)^{[20] (p205-222)}为企业透明度开发的不透明综合指数代理, 该指数为企业信息透明度提供了一个相对稳健的衡量标准, 因为它涵盖了多个衡量标准, 既反映了披露质量的内部成分, 也反映了市场审查外部成分。

不透明综合指数包括四个单独的代理变量: 交易量、买卖价差、分析师跟踪和分析师预测误差。我们将四个单独的代理变量分别按十分位数进行排序, 其中最不透明的公司取值为 10, 最透明的公司取值为 1。然后将这四个排名相加除以 40 (总分), 得到一个从 0.1 到 1.0 的不透明指数。数值越低表明公司越透明, 数值越高表明公司越不透明。综合指数第一个代理变量是交易量, 它代表了信息的不确定性和不对称性 (Leuz and Verrecchia 2000), 计算为会计年度按流通股比例计算的日平均交易量, 交易量越大公司透明度越高。第二个代理变量是买卖价差, 买卖价差虽然是众所周知的信息不对称代理指标, 但由于我国股市交易是指令驱动型机制, 与欧美主要资本市场所采用的做市商报价制度不同。我国股市买卖价差成分中, 信息不对称成分占买卖价差的 18% 左右 (韩冬 2006)^{[21] (p82-85)}, 因此, 买卖价差间接指标在中国市场应用时更应该谨慎。本文使用零回报天数比例作为买卖价差的替代变量, 计算为一个会计年中股票零收益率的天数与该年总交易日的比例。Lang 等 (2012) 提出, 零回报天数比例更直接衡量了股票流动性, 而且这种方法对于新兴市场尤其有用, 因为在这些市场中详细的交易数据往往无法获得而且质量相对较差。余下的两个代理变量是分析师跟踪和分析师预测误差。Lang and Lundholm (1996)^{[22] (p467-492)}发现, 对美国公司来说信息披露的增加与分析师的追随增加有关。我们使用一个会计年度跟踪该公司的分析师人数来捕捉市场审查的强度。Botosan, Plumlee and Xie (2004)^{[23] (p233-259)}认为, 股票分析师预测的准确性为公司信息的可用性提供了一个代理。分析师预测误差度量为平均每股收益预测与实际每股收益之间差异的绝对值, 与实际每股收益的绝对值的比例。

(三) 模型设定。

沪港通政策试点开始的时间是 2014 年 11 月, 选取的实验组是 2014 年和 2015 年都是沪港通的标的公司, 由于政策实施的效果有一定的滞后性, 因此 2015 年是沪港通政策真正实施年度, 使用的是两期双重差分最小二乘模型。

在模型中, $Treat*post$ 代表了沪港通机制实施后对上市公司透明度的净效应, 是我们主要关注对象, 初步预计系数的符号显著为负, 即沪港通的实施提高了上市企业透明度。借鉴了 Anderson 等 (2009) 和郭阳生等 (2018) 的控制变量, 控制了其他可能影响公司透明度的因素, 包括公司规模 (Size)、上一年总资产收益率 (ROA_{t-1})、公司风险 (Risk)、长期杠杆率 (debt)、

公司年龄 (Age)、增长机会 (Growth)、行业固定效应 (industrial) 和年份固定效应 (years)，并对所有估计结果中的标准误均使用公司聚类稳健标准误。模型中所使用的主要变量及其具体含义如表 1 所示。

四、结果分析

(一) 描述性统计。

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。Treat 平均值为 20%，说明在我们的样本中实施沪港通的公司比例为 20%。不透明度 opacity 的平均值为 0.55，2001 年至 2003 年间美国最大的 2000 家公司的不透明度为 0.59，说明我国目前上市公司的透明度与 19 世纪初美国上市公司的透明度相差无几。日均成交量标准差、最大值和最小值之间差异都很大，说明不同的上市公司之间日均成交量差异很大。分析师跟踪的人数平均为 9.493，说明一个上市公司平均一年当中有 9 个分析师跟踪。分析师人数和分析师预测准确度的最大值与最小值相差较大，标准差也较大，说明分析师跟踪人数分布在各个上市公司的差异以及每股收益预测准确性的差异都较大。我们的样本中上市公司平均资产回报率为 2.3%。公司的平均年龄在 16 岁。托宾 q 是衡量市场表现的指标，平均值为 3.237。

表 1 变量定义

变量	变量含义
Opacity index	公司不透明度综合指数
Treat	沪港通标的公司虚拟变量，标的公司取 1，否则取 0
Post	沪港通实施后年度虚拟变量，在实施后的年份取 1，否则取 0
Size	公司规模，取总资产的自然对数
Risk	公司风险，公司过去 36 个月平均每月股票回报的标准差
Roa	总资产收益率，上一年息税前利润 (EBITDA) 除以上一年平均资产
Debt	长期负债率，长期负债总额除以平均总资产
Growth	增长机会，研发费用 (R&D) 除以总资产
Age	公司年龄，取公司成立以来的年数对数
BM	账市比，即账面价值与市场价值的比值
Top10	股权集中度，前十大股东持股比例之和
Inst	机构持股比例，所有机构投资者持股比例之和
TobinQ	企业价值，(股权市值+债务)/期末总资产
Big4	虚拟变量，若当年由“四大”审计，取 1，否则取 0

(二) 回归结果。

表 3 是沪港通的实施与企业不透明指数及其四个代理变量的混合回归。其中，关注的变量 Treat*Post，不透明指数的回归系数是-0.038，t 值为-4.87，在 1%水平上通过了显著性检验，说明沪港通实施后标的公司整体透明度上升约 3.8%。四个代理变量中，日均交易量显著增加、零回报率显著降低、分析师人数微弱减少不到 1 人，显著性为 10%以及分析师预测误差增加但不显著。通过以上分析，说明沪港通实施后，标的公司股票日均交易量和流动性都有所增加，信息披露数量和质量有了明显的提升，提高了企业透明度。

表 2 主要变量的描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Treat	7, 030	0.201	0.401	0	1
opacity	7, 030	0.555	0.158	0.125	1
trading	7, 030	1349.077	3046.359	0.389	93307.2
Zero return	7, 030	0.122	0.361	0	23.3
analyst	7, 030	9.493	8.978	0	65
Forecast error	7, 030	1.261	4.176	0	164.735
size	7, 030	22.144	1.342	15.979	28.509
rick	7, 030	12.143	9.832	0	425.857
roa	7, 030	0.023	0.018	-0.175	0.314
debt	7, 030	0.023	0.029	0	0.540
growth	7, 030	0.013	0.019	0	0.262
age	7, 030	16.134	5.231	1	60
bm	7, 030	0.364	0.237	-0.224	2.027
top10	7, 030	60.272	15.327	0	101.16
inst	7, 030	40.210	24.538	0	151.474
tobinQ	7, 030	3.237	11.969	0.898	983.491
big4	7, 030	0.084	0.277	0	1

其余大部分控制变量与公司透明度的关系也与经验预期基本一致，并且显著。公司规模越大、净资产收益率越高、公司成长性越好，企业价值越大以及四大审计公司透明度就越高。公司股票风险越大、长期负债率越高、股权越集中，公司越不透明。

表 4 是沪港通实施与企业不透明指数及其四个代理变量的面板双向固定效应模型回归。回归结果与混合回归基本一致，表明结果的稳健性。Treat*Post 的系数里，股票日均交易量上升，零回报率下降，而且都很显著，说明沪港通实施后，标的公司股票交易量和流动性都有所增加。不过，跟踪的分析师每个公司平均减少 1 人。分析师预测误差减少，但并不显著。重点关注的不透明度指数的系数为-0.032，t 值为-4.07，在 1%水平上显著，说明沪港通的实施使标的公司透明度提高了。其余控制变量的结果与混合回归的结果也基本一致。

表 3 沪港通开放与企业不透明指数 (pool)

Variable	Trading	Zero return	analyst	Forecast error	Opacity index
Treat	-668.790*** (-4.47)	-0.015 (-1.06)	-0.679 (-1.38)	-0.472*** (-3.34)	-0.033*** (-5.25)
Post	992.774*** (10.9)	0.137*** (6.48)	-7.538*** (-20.57)	-0.103 (-0.53)	0.067*** (11.09)
Treat*Post	3024.889*** (8.06)	-0.091*** (-5.58)	-0.648* (-1.72)	0.173 (1.02)	-0.038*** (-4.87)
Size	1054.402*** (9.21)	0.006 (1.54)	3.921*** (18.52)	-0.156* (-1.83)	-0.070*** (-26.85)
Rick	-3.216*	0.002*	-0.050***	0.006	0.001**

	(-1.94)	(1.78)	(-6.23)	(1.39)	(2.3)
Roa	-7260.661*** (-4.02)	-1.546*** (-3.95)	143.045*** (11.15)	-16.710*** (-4.72)	-2.532*** (-13.11)
Debt	-1884.327 (-1.1)	0.195 (0.87)	-42.483*** (-6.92)	9.722*** (3.91)	0.862*** (9.95)
Growth	-2389.941* (-1.65)	-0.557** (-2.42)	39.556*** (6.18)	-4.519** (-1.98)	-0.722*** (-6.17)
Age	-18.325* (-1.71)	0.0002 (0.33)	-0.109*** (-3.63)	-0.025*** (-3.45)	0.0002 (0.49)
BM	-1084.574*** (-4.38)	-0.047*** (-3.55)	-12.248*** (-15.94)	0.636** (2.52)	0.16*** (14.11)
Top10	-21.638*** (-8.7)	-0.001*** (-6.46)	-0.044*** (-4.35)	-0.013*** (-3.77)	0.001*** (7.74)
Inst	-15.294*** (-7.5)	0.0006*** (4.03)	0.045*** (7.57)	-0.0007 (-0.27)	0.0002 (0.19)
TobinQ	4.405*** (4.2)	0.001*** (2.78)	0.0399*** (5.11)	0.053*** (26.07)	-0.0005*** (-9.85)
Big4	485.495* (1.72)	-0.023** (-2.51)	0.523 (0.92)	-0.014 (-0.08)	-0.01 (-1.42)
_cons	-19638.8*** (-8.21)	0.192** (2.38)	-69.544*** (-16.37)	5.9*** (3.00)	2.022*** (37.37)
年份	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
N	7030	7030	7030	7030	7030
Adjusted R ²	0.3498	0.0711	0.3756	0.0928	0.3645

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号中为 t 值，并根据序列相关性和异方差性进行校正。

(三) 影响机制。

1. 公司治理。

Aggarwal 等 (2011)^{[24] (p154-181)} 认为当外国投资者所在国的投资者保护比投资组合公司所在国的投资者保护更强时，外国投资者会被治理能力更强的公司所吸引。一方面沪港通的启动引入了更多外国投资者，他们大部分来自信息披露和公司治理水平高的国家，在考察上市公司基本面时自然会选择治理水平高的公司作为投资对象。因此，公司治理水平越高的公司越会吸引更多的外国投资者，会产生更多的信息需求，信息透明度会更高。另一方面，外国投资者投资治理不善的公司会比治理良好的公司需要更多的监控，这对于外国投资者来说可能成本更高。此外，治理不善的公司经常积极隐藏其治理问题和征用活动的程度，信息不透明使外部投资者很难评估实际控制人对他们造成的威胁 (Leuz 等 2003^{[25] (p505-527)})，因此，外国投资者更可能会避开治理不善的公司。沪港通实施后，标的公司为了吸引和留住更多外国投资者投资，可能会促使公司向更完善的公司治理方向改进。董事会位于公司治理的中心。Stulz (1999) 认为资本市场开放将导致董事会更加独立于管理层并发挥更积极的作用。为了让外国投资者相信公司董事会是可信任的，标的公司很可能会改革董事会，比如董事长不再兼任 CEO 或增加独立董事等，使董事能

够更好地代表股东行使监督管理层的职能。

表 4 沪港通开放与企业不透明度指数 (FE)

Variable	Trading	Zero return	analyst	Forecast error	Opacity index
Treat*Post	2704.616*** (7.23)	-0.077*** (-4.02)	-0.995*** (-3.16)	-0.134 (-0.88)	-0.032*** (-4.07)
Size	-347.375** (-2.44)	0.0940*** (3.14)	3.352*** (20.30)	-0.235*** (-2.75)	-0.03*** (-3.45)
Rick	-4.812303* (-1.83)	0.0005 (1.24)	-0.034*** (-4.79)	0.007 (1.56)	0.001* (1.94)
Roa	1263.685 (0.50)	-1.345*** (-3.43)	108.927*** (11.99)	-14.734*** (-3.97)	-1.713*** (-8.60)
Debt	77.093 (0.04)	-0.097 (-0.22)	-25.937*** (-5.31)	9.863*** (3.74)	0.493*** (3.79)
Growth	-4480.987** (-2.47)	0.057 (0.14)	23.456*** (4.88)	-5.143** (-2.23)	-0.165 (-1.10)
Age	649.573*** (11.04)	0.015 (0.86)	-0.108*** (-3.90)	-0.025*** (-3.40)	0.0148*** (4.96)
BM	-2557.248*** (-6.18)	-0.190*** (-2.56)	-11.496*** (-17.82)	0.832*** (3.21)	0.193*** (12.99)
Top10	-11** (-2.37)	-0.002*** (-3.19)	-0.013 (-1.63)	-0.014*** (-3.92)	-0.0001 (-0.35)
Inst	-18.418*** (-6.88)	-0.000 (-0.05)	0.041*** (9.18)	-0.001 (-0.19)	0.0003** (2.45)
TobinQ	-160.095*** (-7.11)	0.014*** (3.66)	0.037*** (3.37)	0.052*** (28.15)	0.003** (2.35)
Big4	156.904 (0.47)	-0.036 (-1.15)	0.638 (1.41)	-0.070 (-0.37)	-0.002 (-0.18)
_cons	1568.876 (0.57)	-1.873*** (-4.44)	-59.873*** (-17.30)	7.3479*** (3.65)	0.931*** (5.81)
年份	控制	控制	控制	控制	控制
行业	/	/	控制	控制	/
N	7030	7030	7030	7030	7030
Adjusted R ²	0.0009	0.0160	0.3661	0.0914	0.0503

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号中为 t 值，并根据序列相关性和异方差性进行校正。

借鉴 Bushee 等 (2010)^{[26] (p1-19)} 创建的董事指数，选取其中三个代理变量创建本文的董事指数。这三个代理变量包括董事长—CEO 两职合一、董事会规模和独立董事占董事会比例。设置三个虚拟变量，当董事长—CEO 两职合一时取值 1，否则取 0。Bushee 等 (2010) 将 CEO 兼任董事长的公司归为治理质量较弱的公司。利用 K-均值聚类分析将董事会规模和独立董事比例的分布分为

高分组和低分组，如果在高分组等于1，如果在低分组等于0。Bushee等（2010）认为，董事会规模较大的公司会在沟通、协调和决策方面出现更大的问题。由于独立董事的职业生涯并不严重依赖于公司的管理团队，因此是对公司管理层更有效的监督者，董事会中独立董事减少表明了公司治理较弱。最后将这三个虚拟变量求和计算董事指数，董事指数 0(3) 表示公司治理质量强（弱）。

表 5 沪港通开通后公司治理对公司透明度的影响

Variable	Trading	Zeroreturn	analyst	Forecast error	Opacity index
Treat*Post*Govern	402.08 (0.68)	0.03** (1.99)	0.063 (0.15)	0.013 (0.1)	0.0154* (1.84)
Govern	-23.082 (-0.87)	-0.022*** (-1.99)	0.11 (0.81)	-0.008 (-0.1)	-0.004** (-1.79)
Treat	-661.86*** (-4.42)	-0.015 (-1.1)	-0.679 (-1.38)	-0.404*** (-2.83)	-0.033*** (-5.23)
Post	993.79*** (10.93)	0.134*** (5.94)	-7.52*** (-20.57)	-0.081 (-0.42)	0.067*** (10.96)
Treat*Post	2382.6** (2.45)	-0.147*** (-5.47)	-0.74 (-0.96)	0.158 (0.53)	-0.063*** (-4.1)
Size	1053.29*** (9.26)	0.007* (1.74)	3.914*** (18.49)	-0.166** (-1.96)	-0.07*** (-26.78)
Rick	-3.3* (-1.94)	0.002* (1.83)	-0.05*** (-6.23)	0.005 (1.3)	0.001** (2.34)
Roa	-7157.8*** (-4)	-1.52*** (-3.77)	142.91*** (11.12)	-16.3 (-4.68)	-2.525*** (-13.07)
Debt	-2044.234 (-1.18)	0.194 (0.84)	-42.48*** (-6.91)	8.622*** (3.44)	0.858*** (9.86)
Growth1	-2346.84** (-1.61)	-0.555*** (-2.37)	39.5*** (6.16)	-3.73 (-1.63)	-0.721*** (-6.15)
Age	-17.954** (-1.67)	0.0002 (0.33)	-0.11*** (-3.64)	-0.021*** (-2.99)	0.0002 (0.51)
BM	-1052.8*** (-4.24)	-0.05*** (-3.81)	-12.24 (-16)	0.951*** (3.76)	0.16*** (14.13)
Top10	-21.411*** (-8.64)	-0.001*** (-6.52)	-0.044*** (-4.34)	-0.011*** (-3.15)	0.001*** (7.74)
TobinQ	4.3*** (4.19)	0.0006*** (2.78)	0.04*** (5.09)	0.052*** (28.82)	-0.001*** (-10.1)
Big4	484.55 (1.72)	-0.025** (-2.56)	0.535 (0.94)	-0.02(-0.11)	-0.011 (-1.47)
_cons	-19568*** (-8.19)	0.2*** (2.53)	-69.6*** (-16.38)	6.3 (3.22)	2.03*** (37.47)
年份	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
N	7030	7030	7030	7030	7030

Adjusted R ²	0.35	0.073	0.376	0.064	0.365
-------------------------	------	-------	-------	-------	-------

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号中为 t 值，并根据序列相关性和异方差性进行校正。

为了检验沪港通实施后标的公司透明度的提高是否受到公司治理的影响，模型引入了实施沪港通与董事会的交叉项：Treat*Post*Goven。根据文献理论初步预计系数为正。具体回归结果见表 5。表 5 显示， β_4 的回归系数是 0.0154，t 值是 1.84，P 值为 0.065，在 10%的水平上通过显著性检验。表明公司治理越弱的公司导致公司不透明度增加了约 1.54%，换句话说就是沪港通的实施能够促进上市公司改善公司治理，提高企业透明度。

2. 法律环境和司法效率。

Johnson 等 (2002)^{[27] (p221-277)} 发现私人关系是公司之间大多数交易的基础，公司会通过私人之间的信息来打探合作伙伴的可靠性。在法律环境和制度不完善的地区，由于缺乏可行的司法系统来保障合同的执行，往往这种关系契约是企业契约保证的主要形式 (Dixit, 2003)。^{[28] (p449-481)} 关系契约可能会导致公司坚持与熟悉的合作伙伴合作，而不愿意与新的合作伙伴合作，从而为新公司进入市场制造障碍。但是完善的法律环境和有效的司法系统会改善这种关系契约，促进公司与新伙伴合作的意愿。法律制度和有效司法系统的保障让公司在寻找新的合作伙伴时更有信心，同时，当交易成本低于企业必须完全依赖关系合同时，企业更有可能寻找新的贸易伙伴。因此，完善的法律环境和有效的司法系统会促进更多有效的交易 (Johnson 等, 2002)，而在这些更多的交易中就会增加大量的公共和私人信息需求。尽管我国各地区在一个统一的法律框架下，共享同样的法律条文，但它们的法治水平却参差不齐。沪港通实施后，会有更多的外国投资者进入我国 A 股市场，具有完善的法律环境和有效的司法系统的地区会促使更多的外国投资者在该地区寻找新的“合作伙伴”，而由于这些外国投资者比国内投资者存在更多的信息障碍，为了能够降低交易成本、促进有效交易，就会增加更多的信息需求。因此，沪港通的启动会对法律环境完善和司法效率高的地区带来更大的冲击，促进对在该地区的上市公司增加更高的信息透明度。本文使用世界银行对中国 30 个省级度量的司法效率水平排名指标 1 进行分组，由于平分两组组间系数统计差异不明显，因此将 30 个省级司法效率水平排名从高到低平均分成 3 组进行检验。

表 6 中显示，在我们的样本公司中，有 67.5% 的公司司法效率水平高的地区。回归结果显示司法效率的 3 个分组中，沪港通的实施都不同程度地提高了上市公司的透明度，司法效率低组的公司透明度的增加并不明显，司法效率中组和高组的公司透明度的增加更加显著。分组系数差异中，司法效率中组的系数明显大于司法效率低组的系数，两组系数差异 P 值为 0.066，在 10%水平上通过显著性检验。司法效率高组的系数与司法效率低组的系数差异 P 值为 0.148，有一定差异。司法效率高组的系数与司法效率中组的系数差异不显著。从以上结果分析得知，沪港通的启动更多促进了法律环境完善和司法效率高地区的上市公司透明度。因此，我国资本市场开放对企业透明度的效应在一定程度上受到了法律环境和司法效率的影响。

五、稳健性检验

(一) 替代“不透明度”指标。

Leuz 等 (2003) 发现公司管理者会平滑收入造成公司不透明。使用 Lang 等 (2012) 中使用的不透明度指标之一的“盈余平滑度”指标来替代公司不透明度指标进行稳健性检验，所得到的回归结果与主要分析结果一致。盈余平滑度是指非经常性项目前净收入的标准偏差与经营活动现金流净流量的标准偏差的比值，比值越大说明盈余平滑程度越高，回归结果见表 7 第 (1) 列。本文用 SMTH 代表盈余平滑度，计算标准偏差的滚动时间间隔为五年。

回归结果显示，盈余平滑度替代了透明度综合指标后，Treat*Post 系数为-0.918，在 10%水平上通过显著性检验，说明沪

港通实施后标的公司比非标的公司有了更少的收入平滑，会计透明度更高。说明资本市场开放使标的公司有了更少的盈余操纵，信息透明度更高，与主要的分析结果一致。

(二) 倾向得分匹配 (PSM)。

沪港通标的公司为上证 180 和上证 380 指数成分股以及 A+H 股公司，其本身具有规模大、流通性高和盈利能力强等特点，为了避免样本选择偏误带来的内生性问题，选择上证 180 和上证 380 指数筛选样本的基本指标：公司规模、净资产收益率和营业收入增长率，使用倾向得分匹配方法，按照 1 比 5 近临有放回匹配原则为标的公司匹配对照组，匹配后实验组与对照组不存在显著差异。回归结果见表 7 第 (2) 列。

表 6 司法效率分组结果

Variable	司法效率低	司法效率中	司法效率高
Treat*Post	-0.003 (-0.17)	-0.050** (-2.49)	-0.043*** (-4.43)
Difference	低组与中间组: $t=-1.84^*$, 低组与高组: $t=-1.45$		
Treat	-0.026* (-1.75)	-0.043*** (-2.73)	-0.029*** (-3.78)
Post	0.044*** (2.83)	0.067*** (4.67)	0.068*** (9.17)
Size	-0.063*** (-8.90)	-0.068*** (-9.84)	-0.072*** (-22.27)
Rick	0.001 (1.42)	0.002** (2.12)	0.001* (1.70)
Roa	-2.599*** (-8.18)	-2.441*** (-7.54)	-2.600 (-9.96)
Debt	1.023*** (5.30)	0.672*** (3.85)	0.862*** (7.26)
Growth	-0.843** (-2.29)	-0.599** (-2.15)	-0.721*** (-5.15)
Age	0.0004 (0.37)	-0.0002 (-0.20)	0.0002 (0.42)
BM	0.165*** (5.73)	0.174*** 7.36	0.155*** 10.53
Top10	0.001*** (2.96)	0.001*** (4.01)	0.001*** (5.73)
Inst	-0.0001 (-0.30)	-0.0003 (-1.17)	0.0001 (0.68)
TobinQ	0.007** (2.01)	0.001 (0.35)	-0.001*** (-9.03)
Big4	-0.03 (-1.52)	-0.004 (-0.24)	-0.010 (-1.12)

_cons	1.866*** (12.53)	1.937*** (13.43)	2.066*** (29.60)
年份	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
N	1105	1180	4745
Adjusted R ²	0.346	0.402	0.376

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著，括号中为t值，并根据序列相关性和异方差性进行校正。

表7第(2)列回归结果显示，使用倾向得分匹配了对照组后，Treat*Post的系数为-0.019，在5%的水平上通过了显著性检验，说明沪港通实施后标的公司透明度有显著提高，表明本文的主要分析结论是稳健的。

六、结论及政策启示

本文从企业透明度的视角研究资本市场开放对企业信息质量的影响。借助沪港通这个准自然实验平台，研究发现我国资本市场开放提高了标的上市企业透明度，说明资本市场开放增加了外国投资者的信息需求，有助于上市公司向外界传递更多和更高质量的信息。进一步研究发现，资本市场开放会促进上市公司完善公司治理，提高企业透明度。同时，资本市场开放对企业透明度的效应在一定程度上还受到了法律环境和司法效率的影响。

表7 稳健性检验

Variable	SMTH(1)	Opacity index(PSM)(2)
Treat*Post	-0.918* (-1.68)	-0.019** (-2.06)
Treat	-0.33 (-0.61)	-0.033*** (-4.70)
Post	0.959** (2.23)	0.036*** (3.84)
Size	0.775 (0.8)	-0.0645*** (-19.95)
Rick	0.007 (0.6)	0.001 (1.01)
Roa	-51.304 (-0.93)	-2.222*** (-7.42)
Debt	-7.518 (-0.76)	0.874*** (8.91)
Growth	1.076 (0.38)	-0.618*** (-3.58)
Age	-0.0002 (-0.02)	0.001 (1.48)
Top10	0.006 (1.62)	0.0014*** (6.48)

Inst	-0.002 (-0.40)	-0.0003** (-2.21)
TobinQ	-0.208*** (-32.11)	-0.001 (-0.26)
_cons	-15.701 (-0.83)	1.895*** (26.26)
年份	控制	控制
行业	控制	控制
N	9108	3509
Adjusted R ²	0.033	0.312

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号中为 t 值，并根据序列相关性和异方差性进行校正。

信息的广泛可用性是决定资源配置决策效率和经济增长的关键因素。我国资本市场的信息质量总体上虽然有了改善，但是仍然受到信息系统薄弱的困扰。首先，应该在稳妥并持续推进资本市场开放的进程中进一步扩大对外开放范围和力度，比如增加沪港通和深港通标的范围、取消持股比例限制以及减少收益汇出管制等，吸引更多成熟的外国机构投资者参与到我国资本市场中。一方面更多的外国机构投资者能够扩大对信息的需求，增加企业透明度，增加交易降低股票的同步性，推动我国证券市场逐步走向成熟。另一方面可以改善我国资本市场的股权结构，更多的外国资本控股能够提高上市公司治理标准，传递更高质量的信息披露，有助于解决我国资本市场上目前存在的信息和代理问题。其次，我国是一个新兴加转型的国家，虽然经济类法律制度建设在不断地健全与完善，但是司法执行效率水平低下，法院判决执行难，法律维权成本高，投资者在寻求法律保护时，受到很大的制约。因此，资本市场开放不只是简单的打开大门，通过完善滞后的法律制度尤其是私人产权保护与投资者权利保护的法律制度，加上强有效的法律执行效率，才能够增强外国机构投资者的投资信心，吸引更多的资金进入我国资本市场，同时也借助外部冲力作用，逐步完善法制体系，将资本市场发展规范化。

参考文献:

- [1]Stulz R M. Securities laws, disclosure, and national capital markets in the age of financial globalization[J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47(2) .
- [2]Leuz C, Verrecchia R E. The economic consequences of increased disclosure[J]. Journal of accounting research, 2000.
- [3]Lang M, Lins K V, Maffett M. Transparency, liquidity, and valuation: International evidence on when transparency matters most[J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50(3) .
- [4]曹凤岐, 用制度创新重塑股市功能[N]. 中国证券报, 2003-9-01.
- [5]Stulz R M. Globalization of equity markets and the cost of capital[R]. National Bureau of Economic Research, 1999, 12(7021) .
- [6]Bae K H, Bailey W, Mao C X. Stock market liberalization and the information environment[J]. Journal of International Money and Finance, 2006, 25(3) .

-
- [7]Lang M H, Maffett M G. Economic Effects of Transparency in International Equity Markets:A Review and Suggestions for Future Research[J]. Social Science Electronic Publishing, 2010, 5(5) .
- [8]Bekaert G, Harvey C R, Lundblad C. Emerging equity markets and economic development[J]. Journal of development Economics, 2001, 66(2) .
- [9]Li Z. Equity market liberalization and economic performance[J]. Job Market Paper, 2003.
- [10]Hammel E. Stock market liberalization and industry growth[J]. Manuscript, Harvard Business School, 2006.
- [11]Gupta N, Yuan K. On the growth effect of stock market liberalizations[J]. The Review of Financial Studies, 2009, 22(11) .
- [12]Bekaert G, Harvey C R. Foreign speculators and emerging equity markets[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(2) .
- [13]Henry P B. Do stock market liberalizations cause investment booms?[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1) .
- [14]Ben Rejeb A, Boughrara A. Financial liberalization and stock markets efficiency:New evidence from emerging economies[J]. Emerging Markets Review, 2013, 17.
- [15]郭阳生, 沈烈, 等. 沪港通改善了上市公司信息环境吗?——基于分析师关注度的视角[J]. 证券市场导报, 2018, (10) .
- [16]钟覃琳, 陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验[J]. 管理世界, 2018, 34(01) .
- [17]Rodrik D. Who Needs Capital Account Convertibility?Essays in International Finance, 207, Princeton University [J]. 1998
- [18]Stiglitz J E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability[J]. World Development, 2000, 28.
- [19]Maghyereh A, Omet G. Financial Liberalization and Stock Market Efficiency:Empirical Evidence from an Emerging Market[J]. African Finance Journal, 2002, 4(2) .
- [20]Anderson R C, Duru A, Reeb D M. Founders, heirs, and corporate opacity in the United States[J]. Journal of Financial economics, 2009, 92(2) .
- [21]韩冬, 王春峰, 等. 中国股市买卖价差成分分析——基于指令驱动市场的实证研究[J]. 北京理工大学学报(社会科学版), 2006, (01) .
- [22]Lang M H, Lundholm R J. Corporate disclosure policy and analyst behavior[J]. Accounting review, 1996.
- [23]Botosan C A, Plumlee M A, Xie Y. The role of information precision in determining the cost of equity capital[J].

Review of Accounting Studies, 2004, 9(2-3) .

[24]Aggarwal R, Erel I, Ferreira M, et al. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors[J]. Social Science Electronic Publishing, 2011, 100(1) .

[25]Leuz C, Nanda D, Wysocki P D. Earnings management and investor protection: an international comparison[J]. Journal of financial economics, 2003, 69(3) .

[26]Bushee B J, Core J E, Guay W, et al. The role of the business press as an information intermediary[J]. Journal of Accounting Research, 2010, 48(1) .

[27]Johnson S, Mc Millan J, Woodruff C. Courts and relational contracts[J]. Journal of Law, Economics, and organization, 2002, 18(1) .

[28]Dixit A. On modes of economic governance[J]. Econometrica, 2003, 71(2).

注释:

1 参见《2008 中国营商环境报告》，作者：Subnational Doing Business。